



您的位置：首页 - 文章选登

国内外长债收益率缘何走势异常(李志强; 7月21日)

文章作者：李志强

美国长期债收益率在加息初期下跌实属罕见在美国本轮加息周期中，美国10年期国债收益率不仅没有出现上升，反而从2004年6月加息之初时的4.8%左右下降到了当前的不到4%，下降幅度达到了约90个BP。

而过去50多年来美国历次加息中，10年期国债收益率基本上总是先跟随联邦基金利率上升，当加息周期接近尾声时，10年期国债收益率才出现下降。似乎只有上世纪60年代初，曾出现过一次10年期国债的收益率在加息周期初期保持了稳定(但也没有出现下跌)。通过与历史情况的比较，本次加息周期中10年期国债收益率的表现的确有些反常。

美国长期收益率的反常走势还从其与通货膨胀率的关系变化中得以体现，在最近通货膨胀率上升的过程中，长期债收益率也是呈现了震荡下降。

不仅在美国长期收益率出现了反常的下降，在G7国家中，其它国家的长期债收益率也都出现了下降。

长期债收益率走低原因难有定论为什么美国长期国债的收益率从本次加息周期的初期就开始下降呢？

这里我们借用了美联储主席格林斯潘对各种可能原因的分析。

第一个原因:许多分析人士认为长期收益率走低很可能是投资者对全球未来经济前景看淡所致。但格林斯潘指出，全球经济在过去一年中时常表现出非常好的势头，可是即便是在这些势头很明显的阶段，长期债收益率下跌的趋势依然没有得到遏制。所以，很难说长期收益率走低完全是投资者对全球未来经济前景看淡所致。

第二个原因:一些分析人士认为，全球范围内，尤其是发达国家里，退休人口的增加导致养老金规模的增加，是长期债受到资金追逐的主要原因。尤其是从英国和法国发行50年期债券出现热销的情况看，这一迹象比较明显。但格林斯潘指出，全球人口年龄特征的趋势性变化，早已经不是什么新闻，这只能作为解释近期长期收益率下降的一个次要原因。

第三个原因:外国资金购买美国国债是导致美国长期债收益率下降的原因。但格林斯潘指出，根据美联储的计算，外国资金购买美国国债的规模不足以引起美国长期债收益率下降如此大的幅度，尤其是在如此短的时间内下降如此大的幅度。况且，这一说法无法解释为什么不仅美国长期收益率走低，而且其它国家的长期收益率也在走低。

第四个原因:是中国、印度等发展中国家越来越多地加入到国际贸易中。这些国家为全球提供了低成本的消费品和服务，因此，使全球的通货膨胀率保持在了比较温和的水平，也使对通货膨胀的预期保持在比较低的水平，从而有助于长期债收益率走低。但格林斯潘指出，尽管这一说法对解释近10年来债券收益率下降有比较好的效果，但是对解释近1年来长期收益率在加息中的走势却显得不够有说服力。

总之，格林斯潘认为美国长期收益率异常走势的原因难有定论。为此，格林斯潘有意绕开了对原因的直接探讨：“经济和金融世界依然以我们都还不充分理解的方式在运行，政策制定者并不总能够预知潜在的风险而提前加以防范。所以，我们的经济体系必须具有高度的灵活性和弹性以承受不能预期的事件的冲击。”

我国长期债收益率走势分析由于我国并没有像美国那样频繁加息，因此，我们拿国内长期债收益率与通货膨胀率进行比较。如果从2003年以来的通货膨胀率与长期债收益率的走势比较看，似乎我国长期国债收益率并没有什么异常之处，完全是随着通货膨胀率的涨落而涨落。

但是，如果我们将视野扩大一些，观察一下1997年以来7年期国债收益率与通货膨胀率的走势比较图，就会发现我国长期债(以7年期国债收益率代表长期债收益率，主要是由于所能得到的更长期限的长期债的收益率的历史数据不够长)的收益率近1年多来的走势其实也存在异常。相对于通货膨胀率，长期债的收益率确实在本轮经济周期中上升的幅度太小。同样是在2左右的通货膨胀率水平下，1997年时的7年期国债收益率超过了9%，而当前的收益率则大大低于9%的水平。

事实上，在2004年中，当经济出现过热迹象时，许多分析认为，长期债的收益率将会在未来两年内达到类似于上世纪90年代中期出现过的高水平(10%以上)，但是，长期债的收益率仅仅在几个月之后就出现了大幅度的下降。

因此，我国长期债收益率在近1年多来实际上也出现了反常的下降，而且下降的幅度还较大。这一点与美国的情况比较接近。

关于长期债券收益率走低的原因，应该是多重的。在此只是列举而不做详细阐述：

对经济增长前景的悲观预期(2004年中后期出现)；

由商业银行一系列改革所导致的惜贷倾向的不断加强，并由此导致了投资债券市场资金的大量增加(近几年一直在持续，近半年来趋势加剧)；

调低超额存款准备金利率使投资债市资金增加(2005年3月以来)；

通货膨胀预期的大幅度降低，甚至出现通货紧缩预期(近两个月)；

除了上述原因之外，还有很重要的一个原因应该是企业盈利增长率呈现了整体下降的趋势。与几年前相比，现在企业的盈利增长速度的波动性在减小，但是，盈利增长的速度峰值却明显降低，这不能不使得对未来企业盈利增长潜力的预期出现下降。这是长期国债收益率下降的一个重要原因。

近年来，出现了长期债券到期收益率与股票的股息收益率不断接近的趋势。这可能也可以作为解释债券收益率走低的一个原因，因为股票股息收益率是债券投资的一个比较符合逻辑的可比参照。而且，不仅在我国，在其他主要市场，也出现了长期债券到期收益率与股票的股息收益率不断接近的趋势。

文章出处：《中国证券报》

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB
中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB
IFB外商投资中心

IFB
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所